

ANALISIS KINERJA OPERASI PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN MERJER ATAU AKUISISI

Ceicilia Bintang Hari Yudhanti*

Abstract

The aim of this study is to analyze operating performance of merger or acquisition firms. Commonly, the motivation of company to commit merger or acquisition is to reach synergy. Moreover, this synergy in particular way can be analyzed by company's operating performance. This study uses financial ratios to measure company performance. This tool is used on accrual measures and cash measures basis. The result, operating performance before merger or acquisition show significant differences only in variable ROA and Profit Margin and after merger or acquisition as well. However, ROE, Total Assets Turnover, Cash Flow from Operations to Total Assets and Cash Flow from Operations to Sales indicate no significant differences.

Keywords: *merger or acquisitions, financial ratios and operating performance.*

Pendahuluan

Penggabungan usaha adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan (*uniting with*) perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain (PSAK No. 22). Foster (1986) mendefinisikan merjer sebagai kombinasi dua (atau lebih) perusahaan dimana satu perusahaan tetap bertahan dengan namanya sementara perusahaan yang lain berhenti sebagai entitas secara legal, dan akuisisi terjadi jika satu perusahaan membeli seluruh atau sebagian kepemilikan yang paling tidak beberapa atau seluruh saham perusahaan lain atau beberapa atau seluruh aktiva perusahaan lain.

Analisis ekonomi mengindikasikan dua motivasi untuk memaksimalkan nilai pengambilalihan perusahaan. Paling tidak pengambilalihan dilakukan untuk mencapai sinergi antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target atau pengambilalihan dilakukan untuk mendisiplinkan manajer perusahaan target. Di dalam sinergisitas pengambilalihan, keuntungan diperoleh dengan efisiensi yang hasilnya diperoleh dari kombinasi operasi fisik perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target. Adanya

*Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya

sinergi dari penggabungan usaha diharapkan kinerja operasi perusahaan mengalami peningkatan karena adanya efisiensi operasi perusahaan.

Penelitian kinerja operasi pada perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi telah dilakukan. Healy,dkk (1990); Ghosh (1997); Rahman dan Limmack (2000) dan Sharma dan Ho (2002) menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan menggunakan rasio keuangan dasar akrual, dasar kas dan dasar akrual serta dasar kas. Adanya sinergi dari merger atau akuisisi dapat tercermin dari adanya perbaikan kinerja operasi perusahaan. Penelitian kinerja operasi dengan menggunakan ukuran akuntansi tidak menunjukkan kesepahaman pendapat tentang pengaruh akuisisi. Sebagian penelitian melaporkan keuntungan, beberapa melaporkan kerugian dan lainnya memberikan hasil bauran (Sharma dan Ho, 2002).

Penelitian ini menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan membandingkan kinerja sebelum dan setelah merger atau akuisisi tanpa melibatkan perusahaan target dikarenakan perusahaan target pada umumnya belum *go public* sehingga kesulitan untuk memperoleh data perusahaan target. Kinerja operasi akan diuji dengan menggunakan rasio keuangan dengan dasar akrual dan dasar kas.

Tinjauan Pustaka

Foster (1986) mendefinisikan dua pandangan utama perusahaan melakukan restrukturisasi yaitu: untuk memaksimalkan nilai pasar ekuitas saat ini oleh pemegang saham dan untuk memaksimalkan kesejahteraan manajemen. Salah satu motivasi yang paling dasar untuk melakukan merger dan akuisisi adalah pertumbuhan. Perusahaan yang mencoba untuk memperluas perusahaan dihadapkan pada suatu pilihan antara pertumbuhan internal dan pertumbuhan melalui merger dan akuisisi. Pertumbuhan internal kemungkinan lambat dan prosesnya tidak pasti, kadang-kadang pertumbuhan internal bukan suatu alternatif yang diterima. Misal perusahaan memiliki kesempatan dan dibatasi dengan periode waktu, pertumbuhan internal yang lambat kemungkinan tidak cukup. Karena perusahaan bertumbuh secara lambat melalui perluasan internal, pesaing kemungkinan merespon dengan cepat. Keuntungan perusahaan kemungkinan dapat menurun atau berkurang sepanjang tahun karena tindakan pesaing. Hanya satu solusi yang mungkin bisa dilakukan dengan memperoleh perusahaan lain yang memiliki sumber daya seperti kantor, manajemen dan sumber lainnya. Pertumbuhan melalui merger dan akuisisi kemungkinan prosesnya lebih cepat. Manajemen kemungkinan lebih menyukai kebijakan pertumbuhan dan menerapkannya dengan mengakuisisi perusahaan dalam lini bisnis yang berbeda. Pertumbuhan kemungkinan lebih disukai karena kompensasi eksekutif seringkali berhubungan positif dengan ukuran perusahaan; lini bisnis yang berbeda

mungkin lebih disukai karena dalam menghasilkan konglomerat, modal sumber daya manusia yang dimiliki manajemen lebih beragam.

Alasan-alasan untuk melakukan merger:

1. Peningkatan penjualan dan penghematan operasi

Dengan adanya peningkatan penjualan berarti pangsa pasar perusahaan bertambah sehingga perusahaan dapat meningkatkan penjualan secara berkesinambungan dan dapat mendominasi pasar. Jika perusahaan industri melakukan merger, maka perusahaan yang memiliki produk pengganti dari jenis produk yang sudah ada akan menambah jenis produk yang ada sehingga dapat meningkatkan produk keseluruhan. Penghematan operasi dapat dicapai dengan merger melalui: penghapusan fasilitas-fasilitas yang sama, mengkonsolidasikan kegiatan pemasaran, akuntansi, pembelian dan kegiatan operasi lainnya. Penghematan operasi yang terjadi dikenal dengan sinergi (*synergy*), sehingga perusahaan yang bergabung akan menghasilkan nilai yang lebih besar. Merger dapat menciptakan sinergi yang berpengaruh pada:

- *Operating economies* yang terjadi dari *economies of scale*. *Economies of scale* terjadi pada saat menurunnya biaya rata-rata sama dengan meningkatnya volume, dengan kata lain *economies of scale* terjadi jika peningkatan volume yang ada memungkinkan penggunaan sumberdaya lebih efisien. *Economies of scale* terjadi selain pada produksi juga terjadi pada manajemen, kegiatan pemasaran, akuntansi, pembelian, distribusi atau keuangan.
- *Financial Economies* termasuk biaya transaksi keuangan yang lebih rendah, posisi keuangan yang lebih kuat dan rating yang lebih baik dari para analisis sekuritas.
- *Differential efficiency* adalah kondisi dimana manajemen di satu perusahaan tidak efisien, bila manajemen diganti setelah merger maka perusahaan ini akan memiliki kinerja yang lebih baik.
- *Increased market power* adalah meningkatnya kekuatan pasar suatu perusahaan setelah merger karena berkurangnya persaingan (jumlah perusahaan sejenis). Pada kasus industri tertentu yang terdiri atas sedikit perusahaan, merger dapat menimbulkan isu monopoli.

2. Pertimbangan pajak

Perusahaan yang memiliki laba besar (sehingga harus membayar pajak yang besar) dapat melakukan merger atau mengambil alih perusahaan lain yang memiliki penghasilan sebelum pajak yang negatif (rugi). Tujuannya adalah untuk dapat segera memanfaatkan kerugian tersebut untuk mengurangi pajak penghasilan.

3. Diversifikasi

Dengan merjer diharapkan penghasilan perusahaan menjadi lebih stabil. Diversifikasi membawa efek pengurangan risiko bisnis atau pengurangan fluktuasi keuntungan. Keuntungan ini lebih nyata dinikmati oleh karyawan, supplier ataupun pelanggan perusahaan.

4. Insentif pribadi manajemen perusahaan

Tidak jarang suatu merjer terjadi karena lebih didorong oleh keinginan pribadi manajemen perusahaan untuk mendapatkan keuntungan bagi mereka sendiri. Seperti diketahui, setelah merjer perusahaan akan menjadi lebih besar sehingga manajemen dapat memperoleh kompensasi dan kekuasaan yang lebih besar. Selain itu, perusahaan menjadi lebih sulit untuk diambil alih perusahaan lain karena ukurannya membesar (dibutuhkan dana yang lebih banyak untuk melakukan itu). Pada dasarnya tidak ada seorang manajer perusahaan yang mengharapkan perusahaannya diambil alih karena ia dapat kehilangan pekerjaannya atau minimal berkurang kekuasaannya.

Dilihat dari jenis perusahaan yang melakukan merjer, merjer dapat dibagi menjadi empat macam:

- 1) *Horizontal merger*, merupakan merjer antara dua atau lebih perusahaan yang memiliki bisnis yang sama. Misal: bank merjer dengan bank.
- 2) *Vertical merger*, merupakan kombinasi suatu perusahaan dengan retailer maupun supliernya. Tujuan perusahaan untuk memiliki sebagian atau seluruh saham perusahaan retailer (*forward*) dan supplier (*backward*) adalah untuk mengamankan posisi perusahaan.
- 3) *Congeneric merger*, adalah merjer yang melibatkan dua atau lebih perusahaan yang bisnisnya masih berhubungan tetapi tidak termasuk dalam kategori *horizontal* ataupun *vertical merger*. Misal: perusahaan kartu kredit mengakuisisi perusahaan sekuritas, perusahaan sepatu mengakuisisi perusahaan kaos kaki.
- 4) *Conglomerate merger*, merjer antara perusahaan-perusahaan yang bisnisnya tidak berhubungan. Misal: perusahaan rokok mengakuisisi perusahaan susu, perusahaan semen mengakuisisi perusahaan mie instan. Dari segi diversifikasi, *conglomerate merger* ini yang paling memberikan keuntungan pengurangan risiko bisnis.

Martin dan Mc. Connel (1991) mengidentifikasi motif merjer dan akuisisi yaitu: 1) mendorong *synergy* antara perusahaan pengakuisisi (*bidder*) dan perusahaan terakuisisi (*target*) dalam bentuk efisiensi karena adanya kombinasi operasi fisik sehingga dapat berkompetisi di pasar dan 2) untuk mendisiplinkan atau mengontrol kinerja manajer dari perusahaan target agar dapat menciptakan keunggulan produk. Hal ini dapat tercermin dalam harga saham perusahaan tersebut (perusahaan *go public*) karena terjadi perputaran yang tinggi pada level tingkat manajer di perusahaan yang menjadi target yang diindikasikan oleh pasar. Apabila kinerja

manajer bagus, pasar akan bereaksi secara positif (harga saham naik) akan tetapi jika kinerja manajer jelek, pasar akan bereaksi secara negatif (harga saham turun).

Kinerja Operasi Merjer atau Akuisisi

Loughran dan Ritter (1997) menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* dengan menggunakan rasio profitabilitas. Langetieg (1978) menemukan bahwa kinerja perusahaan setelah merjer dan akuisisi tidak jauh berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan merjer dan akuisisi. Mitchell dan Stafford (2001) menguji kinerja operasi perusahaan target dengan menggunakan rasio profitabilitas. Theodossiou, *et al.* (1996) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan untuk mengakuisisi perusahaan yang mengalami (*distressed*) keuangan yang merupakan masalah penting dengan implikasi signifikan bagi investor, *shareholders*, *bondholders*, dan manajer perusahaan. Variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis salah satu diantaranya adalah profitabilitas.

Healy, *at al.*, (1990) menguji kinerja arus kas setelah merjer pada perusahaan pengakuisisi dan target dan menginvestigasi sumber perubahan yang disebabkan merjer dalam kinerja arus kas. Penelitiannya dimotivasi oleh ketidakmampuan penelitian kinerja harga saham untuk menentukan apakah *takeover* tercipta dari keuntungan ekonomik. Hasil penelitian menemukan perusahaan gabungan (*merged firms*) memiliki perubahan yang signifikan dalam return arus kas operasi setelah merjer, dan terdapat hubungan positif yang kuat antara peningkatan setelah merjer dalam arus kas operasi dan return abnormal return pada saat pengumuman merjer, mengindikasikan bahwa ekspektasi perubahan ekonomi mendasari revaluasi ekuitas perusahaan gabungan.

Ghosh (1997) menguji pengaruh metode pembayaran yang digunakan dalam akuisisi pada arus kas operasi setelah merjer pada perusahaan pengakuisisi dan beberapa komponen arus kas dari penjualan, pengeluaran kas untuk supplier dan pembayaran untuk biaya operasi lainnya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pembayaran dengan kas mampu meningkatkan arus kas setelah merjer secara signifikan relatif daripada *peer firms* khususnya melalui peningkatan *asset turnover (sales per dollar assets)*. Arus kas setelah merjer dari akuisisi saham menurun secara signifikan.

Rahman dan Limmack (2000) menginvestigasi apakah terdapat beberapa bukti bahwa akuisisi di Malaysia menghasilkan keuntungan dengan melakukan pengujian terhadap kinerja operasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja arus kas operasi perusahaan gabungan dalam akuisisi di Malaysia meningkat secara signifikan dalam mengikuti akuisisi. Hasilnya juga mengindikasikan bahwa sebelum akuisisi, perusahaan target memiliki return arus kas operasi yang lebih tinggi daripada perusahaan kontrolnya tetapi perusahaan pengakuisisi memiliki kinerja operasi yang lebih rendah daripada kontrolnya atau perusahaan target.

Sharma dan Ho (2002) mengemukakan terdapat beberapa teori yang menjelaskan kemungkinan sumber keuntungan dengan mengikuti akuisisi perusahaan. Tiga teori yang umum adalah teori synergy atau teori efisiensi, teori *market for corporate control* dan teori *free cash flow*. Seluruh teori ini memprediksi peningkatan kinerja operasi melalui beberapa macam efisiensi. Dari tiga teori di bawah ini menunjukkan bahwa akuisisi perusahaan seharusnya menghasilkan keuntungan dalam kinerja operasi.

a) Teori *Synergy*

Penjelasan yang populer menyatakan bahwa akuisisi merupakan peningkatan efisiensi: kombinasi perusahaan akan berhasil dalam meningkatkan operasi dan keuangan yang lebih baik dan keuntungan operasi. Peningkatan kinerja paling sering disebut sebagai *synergy*. *Synergy* terjadi ketika dua perusahaan dapat secara bersama bekerja dengan lebih efisien (yaitu dengan biaya yang lebih rendah) dan/atau lebih efektif (yaitu dengan mengalokasikan sumber daya jangka panjang dengan lebih tepat). *Synergy* dapat diciptakan melalui *economies of scale*, *economies of scope* dan *market power*.

b) Teori *Market for Corporate Control*

Corporate control market adalah salah satu dari beberapa tim manajemen yang bersaing untuk memperoleh hak mengatur perusahaan. Persaingan antar tim manajemen yang paling tidak secara teori menunjukkan bahwa terdapat efisien tim yang mengatur perusahaan. Pasar meminta manajemen baru untuk lebih efektif daripada manajemen yang menjabat saat ini. Peningkatan efisiensi dan efektivitas harus menunjukkan peningkatan kinerja operasi. Penelitian harga saham menunjukkan kinerja saham yang meningkat.

c) Teori *Free Cash Flow*

Teori *free cash flow* menunjukkan bahwa manajer memiliki tendensi untuk menginvestasikan *free cash flow* dalam *net present value* yang negatif yang berkebalikan untuk kebijakan maksimisasi kesejahteraan pemegang saham. Masalah agensi khususnya untuk perusahaan dengan *free cash flow* yang besar dan terbatasnya pertumbuhan yang potensial dan dimana pertimbangan untuk akuisisi adalah ekuitas daripada utang atau kas. Servaes (1991) menemukan nilai lebih tercipta ketika pertimbangan untuk akuisisi adalah kas atau utang daripada dengan ekuitas. Teori *free cash flow* menunjukkan bahwa kinerja setelah akuisisi harus juga meningkat relatif daripada periode sebelum akuisisi khususnya untuk akuisisi non pembelian ekuitas.

Sharma dan Ho (2002) menggambarkan beberapa penelitian yang menunjukkan kerugian menerapkan ukuran berdasar laba sedangkan keuntungan diperoleh dengan ukuran berdasar aliran kas (*cash flow*). Rahman dan Limmack (2000) menemukan bahwa akuisisi meningkatkan kinerja operasi setelah akuisisi

yang didasarkan dalam analisis arus kas operasi di Malaysia dan menunjukkan hasil kebalikan dari penelitian di UK dan US yang menggunakan data akuntansi untuk menguji perubahan kinerja operasi. Pola kinerja setelah akuisisi yang negatif dalam penelitian yang didasarkan akuntansi kemungkinan dipengaruhi oleh metode akuntansi akuisisi yang diadopsi atau manipulasi laba yang potensial paling tidak yang mempengaruhi aturan ukuran yang digunakan dalam penelitian saat ini.

Heron dan Lie (2002) menginvestigasi hubungan antara metode pembayaran dalam akuisisi, manajemen laba dan kinerja operasi untuk sampel besar perusahaan yang melakukan akuisisi antara tahun 1985 sampai 1997. Sebelum akuisisi, pengakuisisi menunjukkan tingkat kinerja operasi yang melebihi masing-masing industri yang sama. Peneliti tidak menemukan bukti bahwa pengakuisisi mengatur labanya sebelum akuisisi, walaupun ada kemungkinan keinginan manajer yang merencanakan akuisisi berdasar saham untuk sementara menaikkan kekuatan pembelian sahamnya. Setelah akuisisi, pengakuisi menunjukkan kinerja relatif yang tajam untuk industrinya dan mengalami level kinerja operasi yang signifikan lebih tinggi daripada perusahaan kontrolnya dengan kinerja operasi yang sama sebelum kejadian.

Berdasarkan pembahasan di atas, hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

- H_1 : kinerja operasi perusahaan setelah merger atau akuisisi berbeda dengan sebelum merger atau akuisisi.
- H_2 : kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi.

Metode Penelitian

Sampel

Sampel dalam penelitian ini diambil dari populasi perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 2001. Sampel ditetapkan secara *purposive* dengan perincian sebagai berikut:

- 1) Perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi pada tahun 1994-2001.
- Syarat perusahaan sampel:
- a) perusahaan tidak beroperasi dalam industri keuangan.
 - b) tersedia laporan keuangan auditan satu tahun sebelum dan satu tahun setelah merger atau akuisisi.
 - c) perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi lebih dari satu kali dalam periode tahun 1994-2001 harus memiliki jangka waktu antar merger atau akuisisi minimal 3 tahun.

- 2) Perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi pada tahun 1994-2001 sebagai perusahaan pembanding. Syarat perusahaan sampel sebagai pembanding adalah:
- a) Perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi pada periode tahun 1994-2001.
 - b) Perusahaan sampel sebagai pembanding merupakan perusahaan dalam industri sejenis atau serupa dengan perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi.

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan merger atau akuisisi hingga tahun 2000	55
Perusahaan merupakan institusi keuangan	(4)
Perusahaan melakukan merger atau akuisisi lebih dari satu kali dalam kurun waktu kurang dari tiga tahun	(11)
Perusahaan dengan data yang tidak lengkap	(5)
	35

Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan dari ICMD dan JSX di Litbang M.Si Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. Rasio keuangan digunakan di dalam penelitian ini untuk menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi. Penelitian ini hanya menguji kinerja operasi satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah merger atau akuisisi berkaitan dengan ketersediaan data arus kas yang mulai tersedia pada tahun 1994.

Definisi Operasional dan Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini rasio-rasio keuangan perusahaan yang dianalisis adalah sebagai berikut:

1. *Return on Total Assets* (ROA) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu.
2. *Return on Equity* (ROE) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham.
3. *Profit Margin* (PM) menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini bisa diinterpretasikan juga sebagai kemampuan perusahaan menekan biaya-biaya (ukuran efisiensi) di perusahaan pada periode tertentu.
4. *Total Assets Turnover* (TAT) mengukur perputaran dari semua aset yang dimiliki perusahaan atau menghitung efektivitas penggunaan total aktiva.

5. *Operating Return (Cash Flow From Operations/Total Assets)* menunjukkan atau memberikan penjelasan dalam efisiensi penggunaan aktiva (Kurshed, *et al.*, (2003)).
6. *Operating Margin (Cash Flow From Operations/Sales)* menunjukkan seberapa banyak perusahaan menghasilkan setiap rupiah dari penjualan (Rahman dan Limmack (2000)).

Rasio-rasio keuangan tersebut dipilih karena penelitian ini akan menginvestigasi apakah akuisisi perusahaan menciptakan keuntungan sinergi seperti yang diungkapkan dalam literatur normatif, sehingga rasio keuangan yang dipilih yang mencerminkan perwujudan efisiensi operasi (Sharma dan Ho, 2002). Healy, *et al.*, (1997) mengungkapkan bahwa return sekuritas sekitar pengumuman *takeover* menunjukkan ekspektasi investor atas keuntungan akuisisi sedangkan ukuran kinerja arus kas setelah akuisisi menunjukkan keuntungan ekonomik aktual yang diperoleh dari akuisisi. Rasio arus kas dari operasi yang digunakan dalam penelitian ini karena analisis menganggap bahwa arus kas operasi juga merupakan ukuran kinerja keuangan perusahaan selain laba bersih, disamping itu arus kas operasi menjadi subjek yang kurang sebagai penyimpangan (*distortion*) dari praktek akuntansi yang berbeda. Penggunaan ukuran arus kas operasi juga memberikan pengaruh akuisisi menjadi dinilai secara independen dari metode akuntansi yang diadopsi untuk melaporkan akuisisi atau perubahan dalam kebijakan akuntansi setelah akuisisi (Dechow, 1994: 5). Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya dua rasio arus kas digunakan untuk mengukur kinerja operasi yaitu *Cash Flow From Operations/Total Assets* dan *Cash Flow From Operations/Sales*. Data arus kas dari operasi yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang dilaporkan dalam Laporan Arus Kas (Kurshed, *et al.*, 2003).

Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menguji hipotesis dengan menggunakan data statistik berdasarkan mean (Sharma dan Ho, 2002). Oleh karena itu, hipotesis pertama dan hipotesis kedua akan diuji menggunakan uji parametrik.

Hipotesis pertama (H_1) menguji kinerja operasi sebelum dan setelah merger atau akuisisi pada perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi yang diproksikan dengan variabel-variabel keuangan dalam bentuk rasio keuangan perusahaan diuji dengan menggunakan *Paired Sample t_{test}* . Hipotesis kedua (H_2) menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi yang diproksikan dengan variabel-variabel keuangan dalam bentuk rasio keuangan perusahaan diuji dengan menggunakan *Independent Sample t_{test}* .

Analisis Data

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk menjawab pertanyaan apakah kinerja operasi perusahaan setelah merjer atau akuisisi menunjukkan perbedaan dibandingkan dengan sebelum merjer atau akuisisi. Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk menjawab pertanyaan apakah kinerja operasi perusahaan yang melakukan merjer atau akuisisi menunjukkan perbedaan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan merjer atau akuisisi. Berikut perubahan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 2
Deskriptif Statistik Ukuran Mean Kinerja
Operasi 35 Perusahaan yang Melakukan
Merjer atau Akuisisi

Tahun relatif untuk Merjer atau Akuisisi	ROA (%) a	ROE (%) b	PM (%) c	TAT (x) d	CFFOTA (%) e	CFFOSAL (%) f
-1	0,06	11,30	0,11	0,58	0,04	0,15
0	0,02	-13,90	-0,09	0,48	0,03	0,05
+1	0,00	-112,32	-0,13	0,51	0,07	0,21

- a. ROA : Laba Bersih/Total Aset
- b. ROE : Laba Bersih/Modal Saham
- c. PM : Laba Bersih /Penjualan
- d. TAT : Penjualan/Total Aktiva
- e. CFFOTA : Cash Flow From Operations/Total Assets
- f. CFFOSAL : Cash Flow From Operations/Sales

1. Analisis Hipotesis Pertama (H_1)

Hipotesis pertama (H_1) diuji dengan menggunakan *Paired Sample t test* karena dengan hipotesis pertama ini akan diuji kinerja operasi perusahaan sebelum dan setelah perusahaan melakukan merjer atau akuisisi. Secara ringkas hasil uji tersebut disajikan dalam Tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Pengujian Sebelum dan Setelah Merjer atau Akuisisi

Definisi Rasio	t hitung	Asym. Sig
ROA	3,615	0,001*
ROE	1,165	0,252
PM	3,161	0,003*
TAT	1,420	0,165
CFFOTA	- 1,260	0,216
CFFOSAL	- 0,696	0,491

* Signifikan pada level 1%

Tabel 3 menunjukkan bahwa dari enam variabel yang diuji, dua variabel menunjukkan hasil yang signifikan yaitu ROA (*Return on Assets*), dan PM (*Profit Margin*) artinya bahwa terdapat perbedaan yang signifikan kinerja operasi setelah dan sebelum perusahaan melakukan merger atau akuisisi. Hasil tersebut ditunjukkan dari probabilitas masing-masing variabel. ROA menunjukkan t_{hitung} 3,615 dengan probabilitas $0,001 < 0,01$ sedangkan PM dengan t_{hitung} 3,161 dan probabilitas $0,003 < 0,01$. Empat rasio yaitu ROE, TAT, CFFOTA dan CFFOSAL menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja operasi perusahaan setelah dan sebelum perusahaan melakukan merger atau akuisisi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ROE dengan t_{hitung} 1,165 dan probabilitas $0,252 > 10\%$; TAT dengan t_{hitung} 1,420 dan probabilitas $0,165 > 0,10$; CFFOTA dengan t_{hitung} -1,260 dan probabilitas $0,216 > 0,10$ dan CFFOSAL dengan t_{hitung} -0,696 dan probabilitas $0,491 > 0,10$.

ROE menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan kemungkinan dikarenakan metode pendanaan sedikit melibatkan penerbitan saham atau dengan kata lain sebagian besar menggunakan kas sebagai metode pendanaan. TAT yang menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara sebelum dan setelah merger atau akuisisi kemungkinan dikarenakan tahun awal setelah merger atau akuisisi perusahaan belum menggunakan aktiva yang ada secara efektif. Sedangkan arus kas operasi menunjukkan tidak adanya perbedaan kemungkinan karena pada tahun awal setelah merger atau akuisisi belum menghasilkan keuntungan ekonomik aktual.

2. Analisis Hipotesis Kedua (H_2)

Hipotesis kedua (H_2) diuji dengan menggunakan *Independent Sample t-test*. Secara ringkas hasil uji tersebut disajikan dalam Tabel 4 dan Tabel 5.

Tabel 4

Hasil Pengujian Kinerja Operasi Perusahaan yang Merjer atau Akuisisi dan Non-merjer atau Akuisisi untuk Periode 1 tahun Sebelum Merjer atau Akuisisi

Definisi Rasio	F _{hitung}	Asym. Sig
ROA	1,499	0,225
ROE	0,840	0,363
PM	1,278	0,262
TAT	0,001	0,981
CFFOTA	1,925	0,170
CFFOSAL	0,006	0,940

Tabel 5
Hasil Pengujian Kinerja Operasi Perusahaan yang Merjer atau Akuisisi
dan Non-merjer atau Akusisi untuk Periode 1 Tahun
Setelah Merjer atau Akuisisi

Definisi Rasio	F _{hitung}	Asym. Sig
ROA	3,504	0,066*
ROE	2,294	0,134
PM	0,379	0,540
TAT	0,045	0,832
CFFOTA	0,431	0,514
CFFOSAL	0,071	0,791

* Signifikan pada level 10 %

Tabel 4 menunjukkan bahwa secara keseluruhan dari enam variabel menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja operasi perusahaan yang melakukan merjer atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merjer atau akuisisi untuk periode 1 tahun sebelum merjer atau akuisisi. Tabel 5 untuk periode 1 tahun setelah merjer atau akuisisi menunjukkan bahwa dari enam variabel yang diuji terdapat variabel ROA menunjukkan perbedaan yang signifikan kinerja operasi perusahaan antara perusahaan yang melakukan merjer atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merjer atau akuisisi. Sedangkan lima variabel lainnya yaitu ROE, PM, TAT, CFFOTA dan CFFOSAL menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja operasi perusahaan yang melakukan merjer atau akusisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merjer atau akuisisi pada periode 1 tahun setelah merjer atau akuisisi. Hal tersebut kemungkinan dikarenakan pada tahun awal (jangka pendek) merjer atau akuisisi belum menghasilkan sinergi pada perusahaan yang melakukan merjer atau akuisisi. Kinerja operasi periode jangka panjang perusahaan yang merjer atau akuisisi kemungkinan memberikan hasil yang berbeda.

Simpulan

Pengujian terhadap kinerja operasi perusahaan sebelum dan setelah melakukan merjer atau akuisisi menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan kinerja operasi perusahaan antara sebelum dan setelah perusahaan melakukan merjer atau akuisisi. Pada penelitian ini hanya menguji kinerja operasi jangka pendek satu tahun sebelum dan satu tahun setelah merjer atau akuisisi dikarenakan ketersediaan data Laporan Arus Kas yang tidak memungkinkan peneliti untuk menggunakan lebih dari satu tahun sebelum dan satu tahun setelah karena akan mengurangi sampel dalam penelitian ini. Karena hanya menguji periode jangka pendek (satu tahun sebelum dan

satu tahun setelah merger atau akuisisi) maka kinerja operasi belum menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan (Rahman dan Limmack, 2000). Kinerja operasi periode jangka panjang kemungkinan memberikan hasil yang berbeda terutama pada kinerja return arus kas seperti yang dilakukan pada penelitian-penelitian terdahulu Healy, *et al.*, (1990); Rahman dan Limmack (2000) dan Sharma dan Ho (2002).

Pada pengujian hipotesis kedua yang menguji perbedaan kinerja operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi menunjukkan tidak adanya perbedaan kinerja operasi perusahaan setelah merger atau akuisisi. Hasil pengujian periode 1 tahun sebelum merger atau akuisisi menunjukkan secara keseluruhan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi. Sedangkan hasil pengujian periode 1 tahun setelah merger atau akuisisi menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merger dan akuisisi hanya pada variabel ROA. Sedangkan variabel lainnya menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi dikarenakan pada periode jangka pendek sinergi yang diharapkan dari *takeover* belum memberikan hasil yang maksimal dan keuntungan ekonomik aktual yang diharapkan dari return arus kas operasi juga belum menunjukkan hasil dari kinerja operasi tersebut.

Penelitian ini memiliki kekurangan dan keterbatasan penelitian yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan data perusahaan pengakuisisi dalam menguji kinerja operasi perusahaan sebelum dan setelah merger atau akuisisi dalam menguji hipotesis pertama (H_1) dan hipotesis kedua (H_2) tanpa melibatkan perusahaan target sebagai pembanding kinerja operasi sebelum dan setelah perusahaan melakukan merger atau akuisisi dikarenakan minimnya ketersediaan data perusahaan target.
2. Penelitian ini menggunakan metoda *matched paired*, dimana keterbatasan dalam menggunakan metode ini adalah ketidaktepatan dalam menentukan sampel, sehingga perusahaan yang digunakan sebagai pembanding hanya perusahaan yang memiliki aktiva sebanding pada tahun merger dan akuisisi.
3. Penelitian ini tidak menggunakan *benchmark* untuk mengontrol perubahan industri dan kondisi luas ekonomi dikarenakan minimnya ketersediaan data target (Healy, *et al.*, 1990); Ghosh (1997); Heron dan Lie (2002); Sharma dan Ho (2002)).

Penelitian mendatang diharapkan akan lebih mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut:

1. Melibatkan perusahaan target dalam membandingkan kinerja operasi perusahaan sebelum dan setelah merger atau akuisisi juga ketika membandingkan kinerja

operasi perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang tidak melakukan merger atau akuisisi.

2. Menggunakan *benchmark* untuk mengendalikan perubahan industri dan faktor luas ekonomi.

Daftar Pustaka

- Dechow, P.M (1994), "Accounting Earnings and Cash Flow as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, 3-42.
- Foster, Goerge (1986), "Financial Statement Analysis", *Prentice-Hall International Inc.*
- Ghosh, Alope (1997), "Accounting Based Performance of Acquiring Firms and Method of Payment Used in Acquisitions", *Working Paper*, School of Business, New York, USA.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu dan Richard S. Ruback (1990), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Heron, Randall dan Erik Lie (2002), "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", *Journal of Financial and Quantitaives Analysis*, Vol. 37, No. 1, 137-155.
- Ikatan Akuntan Indonesia (1999), "Standar Akuntansi Keuangan", *Penerbit Salemba Empat*, Jakarta.
- Langeitieg, T (1978), "An Aplication of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger", *Journal of Financial EconomicsI*, 6, 365-383.
- Loughran, Tim dan Jay R. Ritter (1997), "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 5, 1823-1850.
- Kurshed, Arif, Stefano Paleari dan Silvio Vismara, "The Operating Performance of Initial Public Offering: The UK Experience", *Working Paper*, University of Manchester, United Kingdom.

Martin, Kenneth J dan John J. MecConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 2, 671-687.

Rahman, R. Abdul dan R. J Limmack (2000), "Corporate Acquisitions and The Operating Performance of Malaysian Companies", *Working Paper*, University Of Stirling, Scotland.

Servaes, H (1991), "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", *Journal of Finance*, Vol. XLVI, 409-419.

Sharma, Divesh S dan Jonathan Ho (2002), "The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1) & (2), 155-200.

Theodossiou, Panaviotis, Emel Kahya, Reza Saidi dan Goerge Philippatos (1996) "Financial Distress and Corporate Acquisitions: Further Empirical Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (5) & (6), 699-719.